

黃金 ETF 簡介

劉天業

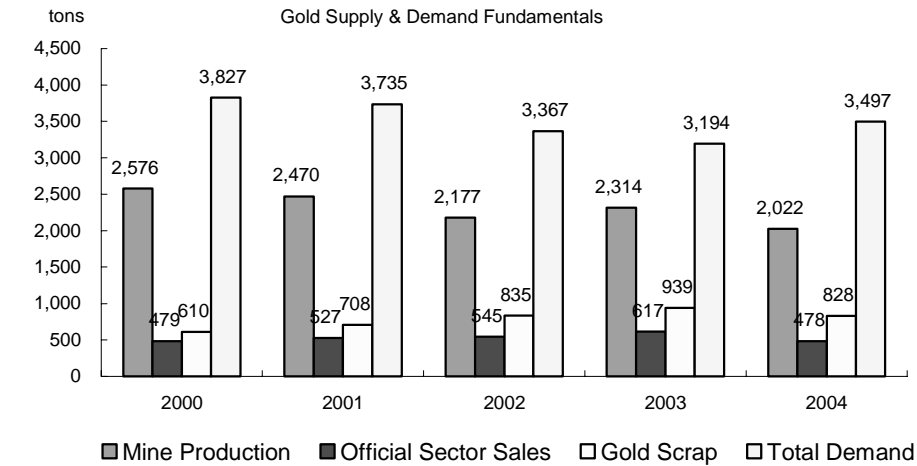
壹、背景說明

近年來由於國際貴重金屬及原物料價格飆漲，使得通貨膨脹隱然出現，但利率至今尚屬低檔，使得某些國家的實質利率¹出現零利率甚或負利率的情況，且自2000年以來全球亦歷經一波股市回檔，投資人的資產不論是投入股市甚或放在風險較低的定存中，皆仍無法完全規避資產減損的風險。

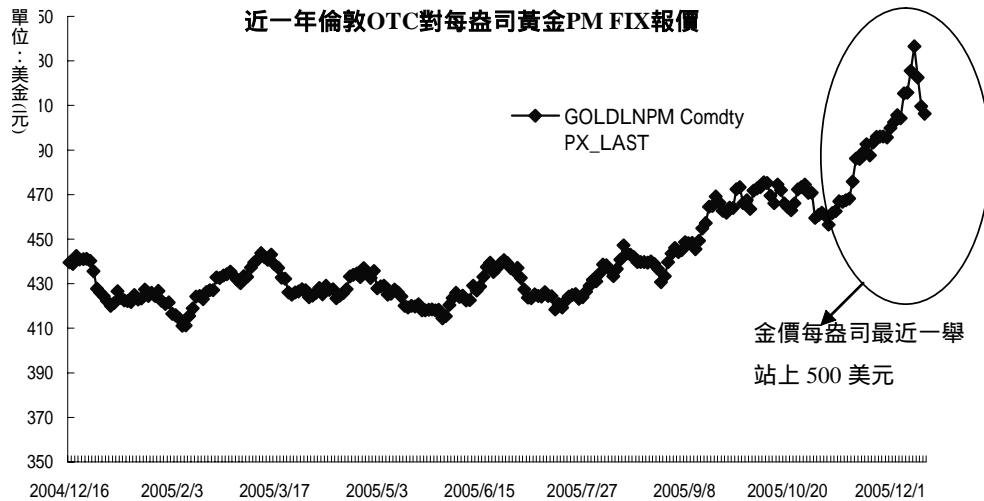
相對來說，若是投資人能在其投資組合中，加入能抵抗通膨的金屬及原物料商品，則可在通膨及負利率的環境下，仍能保有較佳的獲利或避免較大的損失，而近年來國際間原物料及貴重金屬的漲勢，更增加上述投資商品的需求。

然而投資上述原物料及貴重金屬的市場，目前對許多投資人而言仍屬陌生，且一般投資人亦不熟悉上述商品所交易的地點及方式，因此若交易所能提供管道或商品，使得投資上述原物料及貴重金屬和交易一般股票一樣方便，則應可解決投資人不得其門而入的困擾。而在眾多原物料及貴金屬的商品中，黃金應是我國一般大眾最為熟悉的商品，黃金在我國民間向來被視為傳統嫁娶送禮之必需品，亦是重要的保值工具，且今年(2005年)以來，國際金價已站上每盎司500美元(見圖一)，然一般民眾想到黃金，最普遍的方式還是去銀樓與珠寶店購買金飾，即令目前中信局有推出所謂「黃金存摺」(請參考附錄一)，但在普及度及便利性，似乎仍嫌不足。

圖一：全球黃金需求供給及價格



Source: GFMS - Gold Survey 2005



Source: Bloomberg

2002 年澳洲股票交易所掛牌一檔全新型態之 ETF 商品，即是以黃金實物為連結之 ETF (代碼：GOLD.AU)，可為我國未來發行新型態 ETF 商品之參考。該檔黃金 ETF 是以實物黃金作為信託標的之權益證券，並隨時可用黃金申購或贖回 ETF

單位，故此檔黃金 ETF 可追蹤現貨黃金之價格。於澳洲甫上市 6 個月即募集 340 萬盎司黃金，隨後英國、加拿大、南非及美國，皆陸續推出黃金 ETF 之商品。

若能以小面額黃金 ETF 做為國人投資黃金之工具，並於交易所掛牌，每日進行報價揭露及交易，將可滿足許多國內投資人投資黃金的需求，目前就國內相關之法令規定觀之，黃金 ETF 之構想和現行相關法規並無抵觸（請參考附錄二），但由於黃金之交易方式及市場現況，與股票市場有許多不同之處，故本文主要以美國所發行之黃金 ETF 商品進行探討，以為未來研究黃金 ETF 在我國發行可行性之基礎。

貳、美國黃金 ETF 簡介 - 以 streetTRACKS 之 Gold Shares 為例²

一、美國黃金 ETF 現況

美國目前有二檔黃金 ETF 掛牌，分別為道富集團的 Gold Shares（簡稱 Shares），於 2004 年 11 月在 NYSE (New York Stock Exchange) 掛牌交易（代號：GLD）；另一檔則為 Barclays Global Investor 的 iShares 產品，2005 年 1 月在 AMEX (American Stock Exchange) 掛牌交易（代號：IAU）。由於二檔黃金 ETF 之產品相似度高，而目前在交易量上道富（自成立日起日截至 12/15/2005 平均交易量約 2.1 百萬美元）較 BGI（自成立日起截至 12/15/2005 日平均交易量約 7.6 萬美元）高出甚多，故本文即以道富之黃金 ETF 為說明對象。

二、黃金 ETF 之架構

（一）黃金 ETF 基本資料及架構

該黃金 ETF 之主要架構，是由信託發行受益憑證，而該受益憑證，即代表對該信託之財產權利（扣除相關基金稅賦及費用後），並且在交易所掛牌交易。而該信託則是由信託發起人(sponsor)設立，在初次募集完成後，即透過保管銀行(Custodian Bank)持有黃金，並由合法授權之參與機構(Authorized Participants)進行相關黃金實物創造與贖回。

2004 年 11 月 12 日，streetTRACKS Gold Trust 於紐約成立，World Gold Trust Services, LLC（世界黃金協會³ 100%的子公司）是上述信託之唯一發起人(Sponsor)，由 Bank of New York 擔任其信託管理人(Trustee)，

HSBC Bank USA 擔任其保管銀行。

該黃金 ETF 信託於初成立時，在保管機構中存入 30,000 盎司的黃金，以便信託先發行三個一籃子(Basket)的黃金 ETF 受益憑證，每個一籃子股份為 100,000 股，因此在成立初期的每單位受益憑證黃金 ETF，代表 1/10 盎司之黃金，當時黃金市價每盎司為美金 436.05 元，而該信託之會計年度於每年 9 月 30 日結束。

(二) 信託發起人(Sponsor of the trust)

信託發起人的主要工作，在於設立黃金 ETF 之信託公司，並協助該黃金 ETF 掛牌註冊，而道富之黃金 ETF 是和世界黃金協會(World Gold Council)合作，由世界黃金協會百分之百轉投資成立之子公司，擔任黃金 ETF 信託之發起人(Sponsor)，道富所扮演之角色，主要為市場的推廣機構(the Marketing Agent)。

發起人於信託成立後，將持續監督信託之運作，若營運滿一年後，有任一時點信託之淨資產少於 3 億 5 千萬美金（經通膨調整後），則發起人有權解散該信託並進行清算作業。發起人亦可於發現下列情事時，尋找新的信託繼任者：(1)該信託有明顯故意違反或忽視其應盡責任之行為。(2)該信託有不誠實之行為。(3)該信託之信譽遭受嚴重損害。(4)由於該信託之疏忽造成投資人或該信託不可回復之損害。該信託亦需每月支付發起人之費用，其計算方式為每日調整後的基金淨值(Adjusted Net Asset Value)乘以年利率 0.15%。

(三) 信託及信託管理人 (the Trust and Trustee)

該信託成立於 2004 年 11 月 12 日，而該信託認為可為欲投資黃金之投資人，提供較傳統方式更具成本優勢(cost-effective)的投資方式，由於該信託所發行之受益憑證，和該信託所持有之黃金價值息息相關，故投資於其受益憑證，即等於可追蹤現貨市場黃金之價格走勢。

而該信託於正式成立後將以持有黃金資產為主，但會在下列狀況發生時賣出所持有之黃金：(1)需要支付信託相關費用時。(2)當該信託解散清算

時。(3)當有其他法律或契約上所規範(例如:申購與贖回)需賣出之條件符合時。而信託的所發行流通在外之受益憑證,會因參與機構(Authorized Participants)進行申購與贖回而有所變動。

該信託每日均會公布淨資產價值(Net Asset Value),以當天 London PM Fix price⁴的黃金報價為依據所決定,但應扣除累計已發生但尚未支付之相關基金管理費用。另外,該信託所持有之資產,除包含有黃金及亦包含部份現金。信託並無特定的終止日(termination date),但當有信託合約(Trust Indenture)上所規定終止之情事時,則將依合約上之規定辦理。

(四) 保管機構(the Custodian)

保管機構是負責保管黃金條塊,而保管機構亦可視其需要選擇保管分支機構(subcustodian)。保管機構亦將負責當參與機構進行贖回申請時黃金的交付,以及賣出適當數量之黃金,以支付該黃金 ETF 之日常管理及其他費用。

該黃金 ETF 之黃金條塊,是存放於英國倫敦,該保管機構是經倫敦黃金條塊協會(London Bullion Market Association, 簡稱 LBMA)認可之市場交易者。而存放在保管機構的黃金及現金,又可分為「可分配帳戶(Allocated Accounts)」及「不可分配帳戶(Unallocated Account)」,其中「可分配帳戶」中的資產是屬於全體黃金 ETF 投資人之資產,不屬於保管機構。而「不可分配帳戶」中之資產,並未和保管機構本身之資產分開,且黃金 ETF 之持有人對此帳戶並無所有權,此帳戶是為因應當保管機構接到申購及贖回申請,或欲支付相關之費用,需要將黃金賣出換取現金或進行實體交付時,所存放的一個帳戶,由於其過渡性質及潛在風險,故該帳戶所存放之黃金條塊,每一營業日不得超過 430 盎司。

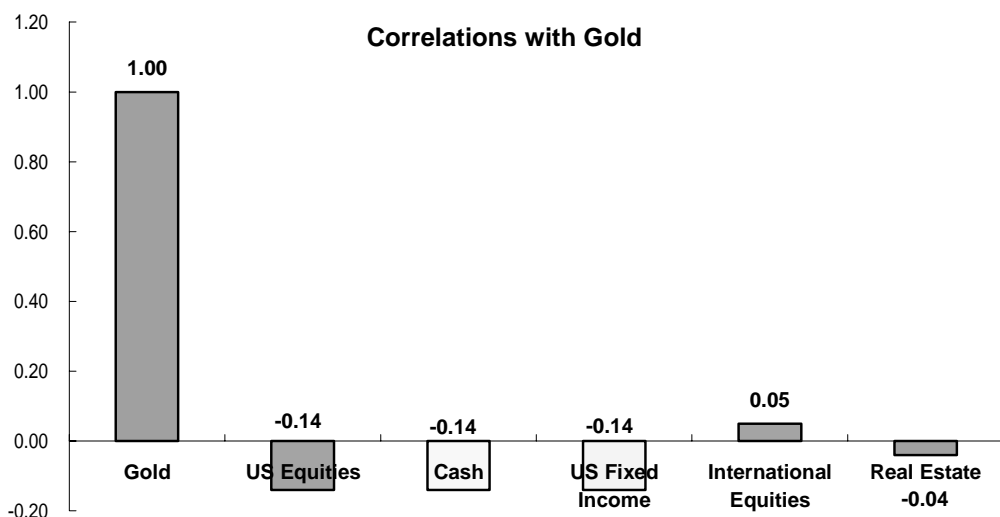
保管機構對「可分配帳戶」中的資產,若有因為疏忽、舞弊或故意過失所造成損害,需負擔賠償責任,但若保管機構於發現上述情事後回報予信託管理人,則將可減輕所負之賠償責任。

三、黃金 ETF 運作流程

(一) 該黃金 ETF 之隱含之市場策略

該黃金 ETF 是希望能透過將黃金資產證券化，提供市場投資人一個新的投資黃金之管道。由於黃金在歷史上和股票及債券具低度到負相關性 (low-to-negative correlation，請見下圖二)，故黃金亦提供市場一個極佳分散風險的工具 (portfolio diversifier)，提供機構法人進行避險操作的另一選擇。且黃金的價格決定因子和一般金融商品不同，其價格決定方式和一般原物料，如：石油及金屬等類似，但卻又較前述商品具更高之流動性 (liquidity)，並為一般民眾所能接受，故黃金 ETF 在投資組合中，兼具有分散風險及流動性佳等二項優點。

圖二：黃金與其他投資商品間之相關性



Source: Zephyr StyleADVISOR, SsgA Advisor Consulting Services Research
 Gold Price-London PM Fix, Gold; S&P 500 Index, US Equities; Citigroup 3-Month T-bill, Cash;
 Lehman US Aggregate Bond Index, US Fixed Income; MSCI EAFE Index, International
 Equities; DJ Wilshire REIT Index, Real Estate (October 1984 - September 2004)

但一般來說，投資實體的黃金需要負擔許多其他相關之成本，如：運送、儲藏及保險等費用，往往對許多投資人形成進入的阻礙，因此相較於投資實體黃金，投資黃金 ETF 具有下列的優勢：

- 1.易於處理：投資人投資黃金 ETF，將較傳統投資實體黃金更易於進行長、短期策略性的資產配置操作，且在交易上亦更有效率。
- 2.較具成本優勢：相較於傳統投資實體黃金，投資黃金 ETF 之交易及相關成本，將由眾多黃金投資人一起分擔，具有規模經濟的成本優勢。
- 3.交易所掛牌：該黃金 ETF 於 NYSE 掛牌，故投資人於交易市場上進行相關之策略性買賣操作將較有效率。
- 4.透明度高：該黃金 ETF 之淨值每日均會公布。

(二) 黃金 ETF 相關費用

該黃金 ETF 之相關營運費用，需支付項目計有：(1)支付予發起人(Sponsor)之費用(2)支付予信託管理人(Trustee)之費用(3)支付予保管機構(Custodian)之費用(4)支付予市場推廣機構(Marketing Agent)之費用(5)支付予信託一般之行政費用(例如：印刷、法律顧問費及 NYSE 上市費等)。上述相關費用信託管理人將以賣出黃金支付，而其支付標準整理如下表：

表一：各項費率計算表

支付對象	支付費用率
發起人(Sponsor)	每月支付，以每日調整後淨資產價值，乘以年利率 0.15%(約每月為 0.0125%)
信託管理人(Trustee)	每月支付，以每日調整後淨資產價值，乘以年利率 0.02%(約每月為 0.002%)，但每年最低應為至少美金 50 萬，最多不得超過美金 200 萬。
保管機構(Custodian)	每月支付，以每日調整後淨資產價值，乘以年利率 0.1%(約每月為 0.008%)，
市場推廣機構(Marketing Agent)	每月支付，以每日調整後淨資產價值，乘以年利率 0.15%(約每月為 0.0125%)
信託一般行政費用	實付實支，目前預計每年為美金 663,000 元。

Source: the prospectus of streeTRACKS Gold Trust, Jan 21, 2005

(三) 預計費用對於該信託之資產影響

由於黃金 ETF 之受益憑證，是追蹤其信託之黃金資產價值，然隨該 ETF 之成立時間愈長，費用持續發生，該黃金 ETF 並無其他收入來源，故將

以出售其信託帳戶中之黃金支應，因此若在黃金價格沒有變動的情況下，該黃金 ETF 的每單位受益憑證所代表之實體黃金及淨資產價值 (NAV) 將持續下降，下表二即為設算五年內黃金 ETF 之假設情況，在無申購及贖回之情形下，由下表可知該黃金 ETF 之每單位受益憑證所追蹤之實體黃金將呈逐年遞減之趨勢，且若每盎司之黃金市價亦不變，在目前給定的費用水準下，每單位受益憑證的淨資產價值 (NAV) 亦將隨之遞減。

表二：基金淨資產價值設算表

	Year				
	1	2	3	4	5
(thousands, except per share and per ounce)					
Beginning Statistics					
Gold price per ounce ¹	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23
Shares	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
Ounces	4,000	3,984	3,968	3,952	3,936
Ounces per Share	0.1000	0.0996	0.0992	0.0988	0.0984
NAV ²	\$1,452,920	\$1,447,111	\$1,441,325	\$1,435,563	\$1,429,823
NAV per Share ²	\$ 36.32	\$ 36.18	\$ 36.03	\$ 35.89	\$ 35.75
Adjusted NAV ³	\$1,452,257	\$1,446,448	\$1,440,662	\$1,434,900	\$1,429,160
Annual Expenses					
Ordinary operating expenses	\$ 5,809	\$ 5,786	\$ 5,763	\$ 5,740	\$ 5,717
% Daily ANAV	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
Ounces of gold sold	15.99	15.93	15.87	15.80	15.74
Ending Statistics					
Gold price per ounce ¹	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23	\$ 363.23
Shares	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
Ounces	3,984	3,968	3,952	3,936	3,921
Ounces per Share	0.0996	0.0992	0.0988	0.0984	0.0980
NAV ²	\$1,447,111	\$1,441,325	\$1,435,563	\$1,429,823	\$1,424,106
NAV per Share ²	\$ 36.18	\$ 36.03	\$ 35.89	\$ 35.75	\$ 35.60

(1) Average London PM Fix price in calendar-year 2003.

(2) Assumes no accrued but unpaid expenses.

(3) Adjusted NAV = NAV less \$63,000 of estimated annual administrative expenses.

Source: the prospectus of streeTRACKS Gold Trust, Jan 21, 2005, p.32

下表三則為黃金市價變動趨勢持續向上及向下的二種情境分析 (scenario analysis)，假設每年的價格變動率皆為 5% (向上或向下趨勢皆同)，仍是給定目前該基金的股數及費用率之情況下，其每單位受益憑證淨資產價值 (NAV) 之變動情況。

表三：黃金市價變動對該黃金 ETF 之 NAV 影響情境分析表

Calculation of NAV: Assuming an Increasing and Decreasing Gold Price

Ending Statistics	Year				
	1	2	3	4	5
Increasing Price Scenario:					
Gold price per ounce	\$381.39	\$400.46	\$420.48	\$441.51	\$463.58
Year-on-year change	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
NAV per share	\$ 37.99	\$ 39.73	\$ 41.56	\$ 43.47	\$ 45.46
Decreasing Price Scenario:					
Gold price per ounce	\$345.07	\$327.82	\$311.42	\$295.85	\$281.06
Year-on-year change	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)
NAV per share	\$ 34.37	\$ 32.51	\$ 30.76	\$ 29.10	\$ 27.53

Source: the prospectus of streeTRACKS Gold Trust, Jan 21, 2005, p.32

(四) 現金分配

在下列二種情況發生時，該黃金 ETF 基金將進行現金分配：

1. 該信託管理人(Trustee)及其發起人(Sponsor)發現該信託之現金帳戶(cash account)中之現金餘額，超過未來 12 個月預計所需之費用，且將其分配至流通在外受益憑證每單金額將超過 0.01 元美金時。
2. 當該信託進行清算解散時，在該基金償還所有應負擔之費用及債務後，將剩餘部份分配予受益憑證持有人。

(五) 合法授權之參與機構(Authorized Participants)

該信託僅接受合法授權之參與機構所進行之申購與贖回申請，每次申購或贖回之最小單位應為至少一籃子(100,000 受益單位)或其整倍數的黃金 ETF 受益憑證。

而參與機構應具有下列資格：(1)有註冊的合法經紀商或其他證券市場之參與者，例如：銀行或其他金融機構。(2)為 DTC⁵ 之參與者。參與機構應和發起人(Sponsor)及信託管理人(Trustee)簽訂參與協定(Participant Agreement)，且在保管機構開立自有之帳戶，以利進行申購及贖回。

由於預期參與機構可透過申購及贖回，以及相關現貨市場操作金塊現貨或交易黃金期貨方式套利，故應可使得該黃金 ETF 與所追蹤之黃金間之

追蹤誤差風險可有效降低。另外，參與機構每次進行申購及贖回均需支付美金 2,000 元之轉換費用(transaction fee)。

(六) 申購流程(Creation Procedures)

在任一營業日(business day)，參與機構可向信託管理人(Trustee)提出申購需求，其單位至少為一籃子(100,000 單位)或其整倍數受益憑證，而依不同的情況將使用黃金，或綜合使用黃金及現金。

在申購時信託管理人(Trustee)，需決定參與機構應存入之黃金及現金額度，決定方式為視申購當時黃金 ETF 之所持有之現金部位及黃金部位之比率，因此在該黃金 ETF 起始運作之初，其全部資產均為黃金且尚未因支付相關費用而造成減少，故初始申購僅需存入黃金即可。但若是在運作開始後，由於該黃金 ETF 因費用發生需賣出黃金等需求，開始持有現金時，則在進行申購時，應依該黃金 ETF 持有黃金部位及現金部位之比率存入保管機構之帳戶。

在決定申購存入保管機構之黃金數量時，需先將該信託所有目前之黃金數量，除以發行流通在外的一籃子(Basket)受益憑證數，再調整應付未付之費用及債務後得出。

需存入現金之計算方式為先將所有應付未付之費用及債務，計算至申購日為止，再將此應付未付之金額從該黃金 ETF 之現金帳戶中減去。若該剩餘金額為正，則將此金額除以發行流通在外之一籃子受益憑證數目，則可得出申購時應存入每一籃子之現金額度；若該餘額為負數，則該筆申購原計算出之黃金應存入額度應予減少，其計算方式為用該負數額度除以發行流通在外之一籃子受益憑證，再將其用該信託所計算持之黃金淨資產價值(NAV)自申購應存入之黃金實物中減去，其精確度可允許至 0.001 盎司。

申購時計算方式如下：

(1) 實體黃金應存入之部位：

$$\frac{\text{黃金ETF所持有之實體黃金}}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} \quad (3) \text{ 的答案(如果有才適用)} \quad - \quad \frac{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} = \text{應存入之黃金}$$

(2)若截至申購日時，該黃金 ETF 現金扣除應付未付費用後為正

$$\frac{\text{黃金ETF現金帳戶持有金額} - \text{應付未付費用} \geq 0}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} = \text{應存入現金數}$$

(3)若截至申購日時，該黃金 ETF 現金扣除應付未付費用後為負

$$\frac{\left(\frac{\text{黃金ETF現金帳戶持有金額} - \text{應付未付費用} < 0}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} \right)}{\text{以該黃金ETF計算出之黃金價值}} = \text{應扣除黃金存入數}$$

(七) 贖回流程(Redemption Procedures)

在任一營業日(business day)，參與機構可向信託管理人(Trustee)提出贖回需求，其單位至少為一籃子(100,000單位)或其整倍數受益憑證。其贖回和申購類似，亦可分為黃金實物及現金二部份，黃金即為贖回日當時該信託所持有的黃金除以流通在外之一籃子數目，計算時應先將所有應付未付之費用及債務，計算至贖回日為止，再將此應付未付之金額從該黃金ETF之現金帳戶中減去。若該剩餘金額為正，則將此金額除以發行流通在外之一籃子受益憑證數目，則可得出贖回時應每一籃子受益憑證之可得現金額度；若該餘額為負數，則該筆贖回可得到之黃金額度應予減少，其計算方式為用該負數額度除以發行流通在外之一籃子受益憑證，再將其用該信託所計算持之黃金淨資產價值(NAV)自贖回可得到黃金實物中減去，其精確度可允許至0.001盎司。

贖回時計算方式如下：

(1) 實體黃金可得到之部位：

$$\frac{\text{黃金ETF所持有之實體黃金}}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} - \frac{\text{(3) 的答案(如果有才適用)}}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} = \text{可得到之黃金}$$

(2) 若截至申購日時，該黃金 ETF 現金扣除應付未付費用後為正

$$\frac{\text{黃金ETF現金帳戶持有金額} - \text{應付未付費用} \geq 0}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} = \text{可得到現金數}$$

(3) 若截至申購日時，該黃金 ETF 現金扣除應付未付費用後為負

$$\frac{\left(\frac{\text{黃金ETF現金帳戶持有金額} - \text{應付未付費用} < 0}{\text{發行流通在外一籃子受益憑證數}} \right)}{\text{以該黃金ETF計算出之黃金價值}} = \text{應扣除可得到黃金數}$$

四、風險因素

以下僅就該黃金 ETF 之公開說明書中所揭示之風險因素(Risk Factors)，較為重要者說明如下：

(一) 影響黃金 ETF 之價格走勢之各項重要因素：

全球黃金的供給及需求。

投資者對於通貨膨脹率之預期。

匯率之變化。(因黃金屬商品，故預期應服從 Law of One Price)

利率。

全球或地區(如主要產金國：南非、美國及澳洲等)的政經因素及環

境影響。

- (二) 當本基金於市場進行購買黃金之活動時，可能會使黃金之價格有短暫上漲之現象，但於購買後可能黃金價格可能會再回跌，故可能會對於受益憑證持有人有不利之影響。
- (三) 若當基金於市場上進行大規模賣出時，如：申請贖回或解散清算，可能會造成黃金現貨市場上之價格下跌，造成對於對於受益憑證持有人有不利之影響。
- (四) 各國之央行具有對黃金市場之實質影響力，因為各國央行有許多黃金準備，過去 10 年間有許多國家之央行在公開市場上出售這些黃金準備。但自從 1999 年以來，央行間之賣出行為開始有所協調，其原因是該年共計有 15 個世界主要國家央行簽署「央行處理黃金協議」(Central Bank Gold Agreement, 又稱 the Washington Agreement on Gold), 協議中各國同意對未來 5 年各國央行應維持一定水準之黃金存量。在 2004 年 3 月時，歐洲中央銀行（歐盟之中央銀行）宣布再將此協定延長 5 年。但即使有此協定，2005 年 9 月 23 日仍傳出瑞典央行可能於市場拋售 10 噸黃金之消息，使得當天黃金期貨立即下跌 0.7%，故央行對黃金市場之影響力亦為投資黃金 ETF 之一項重要風險考量因素。
- (五) 保管機構在選擇保管分支機構(subcustodian)時，該保管分支機構需具有倫敦黃金交易市場會員資格者。但一經選定後，該信託管理人(Trustee)及保管機構(Custodian)，均無權實地查核該保管分支機構之黃金實際保存情況，且亦無權對其日常業務進行監督及管理，故對於保管分支機構是否善盡保管之責無法全盤掌握。另外當信託管理人及保管機構對於分支保管機構進行法律訴訟時，由於沒有正式書面合約（因目前在倫敦交易黃金並無簽訂書面合約之習慣），故亦有可能會因此而使得法律訴訟發生爭議，可能會使得該損害無法求償。

參、我國黃金市場現況

由於黃金 ETF 所連結之標的為實物黃金，因此必須先對黃金市場交易實務進行

瞭解，方能得知若欲在我國發行黃金 ETF 所可能遭遇的問題，因此特向中信局貿易處楊天立襄理請教相關問題，由於貿易處負責中信局黃金交易業務，故對我國黃金實物交易市場有非常深入的瞭解，茲彙整我國目前黃金市場及黃金存摺交易現況如後。

一、黃金實物交易現況

由於國內並無出產黃金，自從政府於民國 81 年廢除「黃金進口及買賣管理辦法」後，黃金已開放進口及買賣，而銀行亦可根據「銀行法」第三條操作黃金業務，不過須先經主管機關審核通過，而銀行需先準備完整之「營業計劃書」送交銀行局。由於國內一般商業銀行多缺乏黃金方面之相關經驗，對於架構完整黃金業務營運計劃能力不足，故目前國內仍是由中信局主導黃金條塊之交易，而一般商業銀行仍多是以代銷金幣業務為其主要之黃金業務。目前中信局之黃金大多從國外進口，而其中有較大之比例是仍存放在瑞士銀行之「非指定帳戶」中，國內部份則存放一定之安全存量，以因應黃金存摺贖回及國內黃金實物之需求。

另外，國內交易條塊之純度規格，和一般國際交易習慣之 995 有所不同，國內一般業者向中信局購買之黃金條塊，純度多要求為 999.99，故中信局每次和國外機構購買黃金時，必須先行約定若中信局要求以實物交付時，其純度需為 999.99，但中信局需支付一筆現金以為彌補因規格所造成之價差。國際上黃金交易主要交易方式皆為櫃檯(OTC)買賣，主要地點分別在英國倫敦、美國紐約及瑞士蘇黎世等處，以最大的倫敦黃金交易為例，需經 London Bullion Market Association 認可具有造市者(Market Maker)會員資格者，方可交易黃金，或幫助其他不具造市者資格之會員交易黃金，實務上造市者多為信譽極佳的金融機構，如：HSBC 及 JPMorgan Chase Bank 等。而可以在倫敦交易之條塊，均應經過 LBMA 之檢驗認可，並註記該機構之標記後，方可在市場上交易。

當黃金買賣發生後，除非真的需要以實物領回，否則國際上的交易多習慣直接儲藏於賣方處，僅需支付保管費用，但可省去實物運送之風險及成本。儲

藏方式又可分為「指定帳戶」及「非指定帳戶」二類，所謂「指定帳戶」即是將儲藏之黃金指名予某特定人，而該被指名之黃金條塊之所有相關資料，如：純度、編號及所在地點等，皆會被確實標示，但此指定之方式，由於必須詳實記錄該黃金之相關資料，因此其所收取之保管費用亦較高。而「非指定帳戶」則未標示個別黃金之所有者，僅由保管者記錄黃金之持有者，保管者庫存之黃金理論上應等於持有者所持有部位之總和，由於此方式無須分辨個別黃金，故其保管費用相對較為低廉，但風險則是黃金之持有者並無法百分之百確定其黃金之實物是否真實存在於保管者之庫房。因此如中信局的黃金雖存放於瑞士銀行之庫房中，但中信局本身亦無法定期進行盤點，亦無法保證其所擁有的黃金是否真的存放於該處，目前僅能依賴保管者本身之誠信。

而目前國內黃金交易相當紊亂，並無一定的公開交易市場及交易場所，亦無公開之報價可供參考依循，各種產品之交易規格並無公定標準（坊間較為大眾所接受之純度為 999.99），除中信局販售之黃金條塊外，其餘多為銀樓或飾品店所販售之金飾，或為銀行所代銷的金幣。一般銀樓會向中信局購買之黃金條塊，通常用途是將之精煉熔解打造成新的金飾，但是由於黃金精煉過程會產生許多具毒性之廢水及氣體，故為規避相關環保法規要求，以節省成本，目前國內私有之黃金精煉廠，多為不合法且未經許可。

國內僅有中央鑄幣廠一家為符合國際標準之黃金精煉廠，但中央鑄幣廠之精煉成本極高，故除國家發行之金幣會在中央鑄幣廠生產外，銀樓業者仍多尋求私人不合法之精煉廠進行精煉。

二、黃金存摺交易現況

據中信局觀察，目前黃金存摺之交易高峰期，通常會出現在黃金行情轉折時，意即當黃金價格上漲或下跌之波動增加時，黃金存摺之交易量亦會隨之增加。但若是當黃金行情穩定，且無明顯漲跌時，則黃金存摺之交易量即明顯減少。

就中信局之統計目前交易黃金存摺之交易者，90%以上會以現金結算其部位，故可發現國內投資人漸可接受以黃金存摺方式投資黃金，而目前中信局在

黃金之交易中，均會以其他衍生性金融商品進行操作，故相關黃金存摺之黃金保管及其他費用，通常大部份由中信局吸收，對投資人較有利。惟若投資人需進行贖回黃金之請求，則需就每日中信局所公告之黃金結算差價，支付一筆現金以彌補相關黃金條塊之鑄造、精煉、保管及儲存費用等後，方可領回黃金，但領回實體黃金後，不可再回存入黃金存摺中，主要是因為國內目前並無具公信力之黃金檢驗機構，為避免回存黃金時由中信局自行檢驗之結果，可能會造成爭議，故目前中信局不允許投資人回存黃金入黃金存摺。

肆、在我國發行黃金 ETF 可能會遭遇之問題

一、執行面

相較於其他發行黃金 ETF 之國家，如：澳洲、英國、南非及美國等，其本身多是產金國且擁有完整的黃金交易市場做為其後盾，由於我國缺乏有效率之黃金公開交易市場，且本身在黃金交易的規格上亦無公訂之規格及驗證機構，且交易機構亦僅有中信局一家較具規模，故未來若發行黃金 ETF，在執行面上和其他已發行之國家相較，將會遭遇以下問題：

(一) 黃金 ETF 規格

由於目前國內的黃金交易習慣與國際略有不同，國內慣用黃金規格純度為 999.99，且衡量單位為公制，國際上交易慣用純度為 995，且衡量單位為英制盎司。若發行黃金 ETF，是應以國內規格或與國際接軌，若與國際接軌則與國內慣用之規格不同，未來在創造(creation)時，應如何解決國內黃金規格不同問題？且不同規格亦有可能使得國內之交易意願較低。若以國內規格為主，則黃金 ETF 之報價將無法和國際黃金報價連動，要如何計算合理之修正幅度？其規格制訂將是影響未來黃金 ETF 淨資產價值計算的重要因子。

(二) 國內銀行缺乏黃金交易經驗

目前國內銀行除中信局外，大多並無實體黃金交易之經驗，由於實際發行黃金 ETF 時，需要除發行人以外的市場參與機構加入，因此若目前發行黃金 ETF，則是否有銀行願意加入？

且黃金之儲藏設備及建築，均須經特殊設計，否則無法承載黃金之重量，而國內銀行除中信局外應無合格之儲藏設備及建築及經驗，未來在國內若欲推行黃金 ETF，是否會因此使各參與銀行須增加黃金儲存之成本，影響各銀行擔任參與者之意願，是值得再詳加考量之處。

（三）黃金沒有標準認證機構

國內黃金之交易市場上，並無所謂標準之認證機構，未來在行使創造過程時，應使用何種方式辨別黃金之成份符合規定？若均送國外檢驗，其時間及成本均較高，可能會使得交易的時程延誤，影響創造與贖回之意願。因此未來國內是否可建立具公信力之黃金規格及檢驗機構，應為黃金 ETF 成功與否之關鍵。

（四）創造贖回機制所衍生之問題

國內黃金交易和紐約、倫敦及世界各大黃金交易市場之不同處，在於國內並無公定之黃金交易所，亦無相關之驗證機關，未來若發行黃金 ETF 後，在欲創造新的黃金 ETF 時，會遭遇相關之問題，例如：是否只要有黃金成份之金飾即可創造？或是應規定何種規格之金塊（廠牌、純度及重量等）方可交易？若該規定之可交易金塊在國內並無流通或流通數量低且交易成本高，又該如何克服？甚或是否直接不以實物創造贖回，僅以現金進行創造贖回流程？諸如上述問題，均應在發行前予以考量。

二、法令面

我國法令目前對於黃金之規範，自 81 年廢除「黃金進口及買賣管理辦法」後，黃金已開放進口及買賣，而銀行亦可根據「銀行法」第三條操作黃金業務，不過須先經主管機關審核通過。另外，在「共同信託基金管理辦法」第二十二條中，亦將黃金列入信託基金財產之運用範圍，故目前若發行黃金 ETF，最適當之發起人及參與者，應為銀行之信託部門，但黃金 ETF 由於牽涉黃金交易相關問題，故在我國現行之法令面可能會面臨一些問題有待克服。

（一）黃金 ETF 之黃金資產可能會存放於國外，須會同央行訂定規則

在「共同信託基金管理辦法」第二十二條中，除將黃金列入信託基金財

產之運用範圍，另亦有列明「信託業募集發行共同信託基金運用於國外之投資，其投資範圍及限制，由財政部洽商中央銀行後訂定之」，因此若黃金 ETF 之黃金資產非為在國內購買，需投資於國外並存放於國外時，依上述條款除金管會同意外，尚須洽商央行訂定辦法後方可發行。

(二) 黃金 ETF 之資產由於國際黃金交易之實務，使得國內信託機構無法百分之百保證其資產之完整性

由於國際黃金之交易實務，向黃金交易商購買黃金後，若以成本較高之「指定帳戶」儲存，則將因每日黃金 ETF 之所造成之變動而使得成本過高，失去原來 ETF 欲降低投資人成本之優勢，故國外已發行之黃金 ETF 多以「非指定帳戶」方式；但如以成本較為低廉之「非指定帳戶」方式儲存，則無法百分之百確定該黃金是否真的確實存在於保管機構之庫房，亦無法經由查核得知，國內主管機關是否願意接受此國際黃金交易實務下所衍生之風險，尚未可知。

伍、結論

據 Morgan Stanley 最新的 ETF 調查報告指出，截至 2005 年第三季止，全球共計有 502 檔掛牌 ETF，在全球 32 個交易所中交易，共計管理 3,598 億美元的資產，相較於 1993 年全年僅 3 檔 ETF，管理資產為 8 億美元，其成長速度可謂十分快速。當然隨著 ETF 的迅速發展，ETF 的種類亦日趨多元化，而近來為因應負利率（通膨率大於名目利率）的環境，ETF 開始設計相關對抗通膨的產品，而促成黃金 ETF 的問世。

黃金 ETF 提供具效率的投資黃金管道，且使得原本非屬於證券交易的商品（多為期貨或選擇權產品），亦可納入證券化的行列，而在證券交易所交易。對許多投資人而言，此項創新可以提供降低投資黃金成本、提高資訊透明度及便利的交易環境，可以使過去無法參與黃金市場的投資人，亦能方便且有效率地交易黃金。

但目前由於我國黃金無公開交易的市場，亦無相關的交易規格標準，且我國的黃金多為進口，本身並無出產，因此在討論黃金 ETF 的可行性時，可能必須注意到黃金資產必須存放國外的相關問題，且國外黃金的規格和國內交易習慣不同，對於

創造及贖回的機制是否亦要有相關的配套措施，例如：全部採用現金申購及贖回等方式，且國內參與機構，亦將由目前 ETF 的架構下的證券公司，轉為可能是銀行或信託業者，其參與意願及交易平台設計，均是未來欲設計黃金 ETF 商品時的相關待解決的問題。

註釋

- 1 名目利率 \cong 實質利率 + 通貨膨脹率
- 2 以下內容皆取自道富集團的 Gold Shares 的公開說明書。
- 3 全名為 World Gold Council，成立於 1987 年，是由世界上知名的黃金開採公司（目前有 23 家）共同成立希望能促進國際間黃金之交易。
- 4 倫敦黃金交易一天報價二次，並以此價格做為交易之依據，早盤報價稱為 London AM Fix，下午盤價則稱為 London PM Fix。
- 5 全英文名為 "the Depository Trust Company"，是依據紐約法令成立，屬美國聯邦準備體系會員之一，且為 SEC 註冊核准的結算機構。黃金 ETF 信託中之存託憑證記錄及結算機構。

參考文獻：

- 1 歐宏杰，「全球 ETF 的最新發展動態」，集保月刊，133 期，93 年 12 月，頁 19~頁 33。
- 2 The prospectus of "streeTRACKS Gold Trust", Jan 21, 2005.
- 3 The report from Morgan Stanley, "Exchange Traded Funds – End Q3 2005 Review", Oct 25, 2005.

附錄一

我國「黃金存摺」商品簡介

由中央信託局推出，供投資人以較小金額及單位投資黃金現貨之工具。

申購方式及規定：

申購人資格：自然人、法人及機關團體皆可申請。

申購方式：自然人憑身分證及印鑑，法人及機關團體須營利事業登記證或核准設立之證明文件及印鑑，至中信局辦理開戶即可交易。開戶可分為「一般戶」及「定期定額投資戶」。

開立「一般戶」同時至少買進一公克之黃金存入帳戶，嗣後可隨時續存，每次至少存入一公克（或其整倍數）。

開立「定期定額投資戶」則約定扣取固定金額款項（至少新台幣三千元），每月固定於帳戶中扣款。

黃金回售業務：可申請黃金回售予中信局，價格依中信局每日公告之黃金存摺之黃金牌價交易，每次回售數量最低為一公克。

黃金現貨提領：

提領黃金規格：限為一公斤、五百公克、二百五十公克、五台兩及一百公克等 5 種中信局限定之條塊規格。

投資人提領黃金後即不得再行回售或存入黃金存摺。

投資人需補繳提領當時，由中信局計算出之黃金條塊牌價與黃金存摺之差價，其原因是由於真正黃金條塊之牌價含有鑄造、精鍊、運輸、保險及儲存等相關費用。

黃金存摺轉帳：可將戶頭中之黃金轉至其他黃金存摺帳戶。

黃金存摺質借：可向中信局辦理黃金存摺質押借款。

中信局所收取之各項費用明細表：

收費項目	收費標準
開戶	每開立一帳戶，收取 100 元。
轉帳	依轉帳黃金數量計算，每一公克 3 元，最低收取 100 元，最高收取 2,000 元。
定期定額投資	每次投資時收取 100 元。
相關帳戶變更事宜	每次收取 100 元。
存摺補發	每次申請收取 100 元。

附錄二

國內相關法令摘要

依據「信託業法」第 18 條規定：

信託業得經營之業務種類，應報請主管機關分別核定，並於營業執照上載明之；其有變更者，亦同。其業務涉及外匯之匯入匯出部分，應依據管理外匯條例有關之規定，透過外匯指定銀行為之。其業務之經營涉及信託業得全權決定運用標的，且將信託財產運用於證券交易法第六條規定之有價證券或期貨交易法第三條規定之期貨時，並應向證券主管機關申請兼營證券投資顧問業務。

信託業不得經營未經主管機關核定之業務。

故可得知信託業不得經營未經主管機關核定之業務，因此根據「共同信託基金管理辦法」第 22 條之規定：

共同信託基金之運用管理，不得違反法令規定，並應依報經財政部核准之募集發行計畫書辦理。

共同信託基金信託財產之運用，以下列範圍為限：

- 一、現金及銀行存款，其金額合計不得超過本基金資產百分之二十。
- 二、政府債券、金融債券、經中央銀行及財政部核准之國際金融組織來臺發行之債券及短期票券。
- 三、以前款為標的之附條件交易。
- 四、上市、上櫃公司發行之股票、公司債、可轉換公司債。

- 五、黃金。
- 六、期貨及衍生性金融商品。
- 七、其他信託業發行之金融資產證券化受益證券。
- 八、動產及不動產。
- 九、其他經財政部核准之投資標的。

共同信託基金募集發行之名稱如非貨幣市場共同基金者，其投資於貨幣市場標的之總額，不得超逾其募集發行額度之百分之三十。

信託業除經證券主管機關核准兼營期貨信託業務外，運用於期貨交易法第三條之期貨交易契約總市值不得超過共同信託基金募集發行額度百分之四十。

信託業管理共同信託基金，應保持適當流動性，並準用財政部依本法第三十六條規定所定流動性資產範圍及其比率之規定調整之。

信託業募集發行共同信託基金運用於國外之投資，其投資範圍及限制，由財政部洽商中央銀行後訂定之。

由上述規定可知，目前國內以共同基金方式持有黃金，應屬可行。

（劉天業，台灣證券交易所企劃部專員）